

ストック・オプション・プランの会計研究における 多様な視点の必要性

——Winter の所説を中心として——

Erfordernis für die multiplen Perspektiven in dem bilanziellen Studium
über die Aktienoptionsplänen

博士後期課程 商学専攻 1999年度入学

石 川 祐 二

Yuji Ishikawa

目 次

- I はじめに
- II 動機づけ手段としてのストック・オプション・プランに関する検討
——Winter の所説に基づいて——
- III スtock・オプション・プランの利点に関する検討
——Winter の所説に基づいて——
- IV Winter によるストック・オプション・プラン検討の意義
——会計研究上の多様な視点の必要性——

I はじめに

ある企業（あるいは企業集団）がその経営者や従業員に対して報酬を支払う手段の一つとして、「ストック・オプション」（Aktienoption/stock option）がある。ここで、「ストック・オプションとは、オプション価格と呼ばれるある特定の価格で、その組織の株式についてある単位数を購入する権利のことである¹⁾」と、一般的に定義される。

管理会計の研究上でストック・オプションの問題が扱われる場合、それは報酬問題の一環として議論されるのであり、従来は主に二つの視点から考察されてきたものと考えられる。一つは動機づけに関する理論的視点であり、他の一つは報酬計画上の技術的視点である。まず、ここでいう動機づけに

関する理論的視点とは、報酬と動機づけとの理論的な関係性についての議論を意味しており、「動機づけ理論」(Motivationstheorie)と報酬の関係²⁾が考慮されると同時に、「エージェンシー理論」(Agencytheorie)と報酬の関係³⁾もまた勘考されるのである。動機づけ理論では、動機づけを行うための重要な要因として、報酬がその役割を果たすと考えられている。また、エージェンシー理論では、プリンシパル(委託者)とエージェント(受託者)との間における利害の不一致を仮定し、その不一致を削減するために両者の間でいかに契約⁴⁾を締結するのかが問題とされている。このとき、その契約の中でも重要な問題として報酬が位置づけられているのである。換言すれば、報酬をいかに与えるかということが利害の不一致を回避するような行動を動機づける上で考慮されるべきであることを、エージェンシー理論が示しているのである。ストック・オプションに関しても、このような報酬と動機づけとの理論的関係性の文脈の中に措定される問題として、議論がなされているのである。つぎに、報酬計画上の技術的視点とは、報酬付与の方法にはいかなるものがあり、その計画の構築をいかに行うのかということについての議論を意味している。報酬計画には報酬付与の基礎となる業績尺度の決定を含んでおり、特にこの決定において管理会計担当者がその役割を果たすことを期待されている点から、報酬と管理会計との関係性が議論されるのである。ストック・オプションの場合にも、「管理会計担当者が、多くの場合、外部的なベンチマークに依存した諸研究あるいは諸システムに関係していることから、組織は、相対的なストック・オプション・プランに関する適切な業績基準の開発についての役割を、しばしば管理会計担当者を含むチームに委任する⁵⁾」という形で論理づけることにより、それを管理会計の範囲で扱われる問題としている。

従来、ストック・オプションは、以上のような視点から見ることによって管理会計研究上の問題とされてきた。しかし本稿は、このような視点だけではなく、さらに多様な視点⁶⁾からストック・オプションの研究を行う必要性について検討するものである。その際に、Stefan Winterの所説⁷⁾を中心として考察を試みることにするが、そこでは特に、従来の動機づけに関する理論的視点と、税法および会計技法に関する視点について論じられる。本稿でこのような必要性を検討するのは、そのことを通じて、ストック・オプションという制度が有する本来的な役割を認識するための基盤が形成できると考えられるためである。なお、ここで注意を要することは、本稿では、多様な視点からストック・オプションを捉えることの必要性自体を検討の対象にしているのであって、その制度のあり方などを分析するには至っていないということである。以下、この点に関して具体的な検討を加えることとする。

II 動機づけ手段としてのストック・オプション・プランに関する検討

——Winterの所説に基づいて——

本章では、Winterが動機づけ手段としてのストック・オプション・プランの適性に関して行った検討について、考察を加えることにする。その際、Winterは四つの点からその適性評価を行っている。すなわち、エージェンシー理論からの適性評価、および、動機づけ理論からの適性評価、オプション

ョン・プランに関するコストからの評価、実態調査 (empirische Forschung) からの適性評価である。これらの諸点から分析を進めていくうえでその前面において問題となることを、Winter は、「オプション・プランの存在と企業の成果との間における正の相関関係が証明されるか否か⁸⁾」であるとしている。そこで、以下ではこのことに注意しながら、各点からの適性評価について見ることにする。そのうえで、Winter がこのような検討を加えた意味について考察する。

(I) エージェンシー理論からの適性評価

Winter によれば、「ストック・オプション・プランの利用に関する主要な論拠として持ち出されるのは、このようなプランが、企業価値指向の企業経営方針を経営者たちに動機づけるということである。そのために、つまり、このような論拠により、経営者と所有者の間の利害の一致が確立されるのである⁹⁾」として、従来、ストック・オプションは動機づけ機能を果たすものとして位置づけられていたことを明確化している。このとき、このような論拠を支える基盤として存在する理論がエージェンシー理論なのである。しかし、彼は、このような理論に対して疑問を提示している。その疑問は、ストック・オプションに関して、エージェンシー理論の枠組みの中でつぎのことを分析することから浮かび上がってくるものであるという。すなわち、①業績水準とリスク配分を分析すること、ならびに②投資決定を分析することである。

①第一に、業績水準とリスク配分について、Winter はプリンシパルたる所有者 (Eigentümer) とエージェントたる経営者との報酬契約に関する数学的なモデルをたてて検証している¹⁰⁾。そこでは、経営者の期待全体効用関数が導き出され、その式を基にして、最適業績と市場価値の「変動性」(volatilität; ボラティリティ) との関係が描き出される。それと同時に、Winter は最適業績と「リスク回避」(Risikoaversion) の程度との関係についても明らかにしている。すなわち、「従来のエージェンシー・モデルからは負の関係として知られていた変動性と業績の相関関係は、環境の不確実性に関する一定水準から現れてくるのである。古典的な LEN モデルにおいて、最適業績は、無限の分散 (Varianz) の時にはゼロと等しくなる。このようなことを背景として、かなり強力な業績の促進を生ぜしめるためには、市場価値の変動性が、通常、十分に低いものであるかどうかということが上位に位置づけられるべきなのである。同様の結果が、リスク回避の程度についても明らかになる。他の事情が一定であるとすれば、リスク回避が大きくなるほどに、最適な業績は低くなるのである。アメリカでの研究から知られるようになった業務執行の態度 (Ausübungsverhalten) が、リスク回避は少なくとも明確にゼロとは異なるということを推定させるとすれば、そのことは、動機づけの効果を同様に限定するのである¹¹⁾」という。ここで Winter は、エージェンシー理論の枠組みにおいては、市場価値の変動性という企業外部の要因ならびに経営者のリスク回避という基礎的前提の存在およびそれらの度合いの増大によって、目指すべき最適業績が低下してしまう可能性を示しているのである。そして、そのことによって、より高い業績を目指すという動機づけの効果が限定されてしまう可能性を提示しているのである。

また、Winter は、「キャップ」(Cap) の高さと期待効用ならびに最適業績との関係についても、数式を用いて導き出している。キャップとは、ここでは報酬契約上で定められた自己資本単位あたり市場価値の最低点のことであり、ストック・オプションの場合にはオプション価格を意味しているものと考えられる。Winter によれば、「キャップの上昇に伴って、期待効用が低下していくことがわかる。それに伴い、業績の低下が進んでいく。すなわち、キャップの上昇に際して、経営者が低下してしまっている（期待）報酬をオプションから実現したとすれば、彼は自身の業績を低下させるのである¹²⁾」という。このとき、彼は、利益のある状態でオプションを行使するためには、株式の利回りがリスクのない確定利付債券の利回りを上回らなければならないということに着目する。そして、キャップが、確定利付債券の利回りのパーセンテージだけ毎年高められなければならないということを示したうえで、「このことに関する諸結果は、望んではいなかったような、業績の縮小となるのである¹³⁾」としている。このことから、「キャップが上昇した場合には、多くのオプションが付与された場合にのみ、同じだけの業績が促進されるのである。しかし、それによって、株主たちが自動的に待遇を改善されるわけではないのである¹⁴⁾」と結語する。ここにおける Winter の意図は、経営者と株主の利害の一致が、ストック・オプションによって達成されるとは限らないことを示すことであるといえる。

さらに Winter は、リスク配分という観点からストック・オプションの動機づけ効果を検証する。このときに前提とされることは、「企業の市場価値が、企業特有の要因と同様に、全体的市場の動き (Gesamtmarktbewegungen) によって影響される¹⁵⁾」ということである。このことに基づいて、平均値としての全体的市場の生産関数と一つのある企業の生産関数との相違を指標とした場合には、自らの企業の生産関数だけを指標とした場合に比べて、全体的市場の動きに起因する分散（すなわちリスク）を削減できるとされる¹⁶⁾。これによって、経営者は全体的市場のリスクを負担することがなくなり、リスク配分が改善されると考えられるのである。しかし、従来からのストック・オプションはこのような全体的市場のリスクが削減された指標とは結びついておらず、そのために、全体的市場が暴落した際にはその価値に甚大な損害を被ることになり、動機づけの効果を持たなくなるということが、Winter によって示されているのである¹⁷⁾。

②第二に、投資決定についての分析において、Winter は不確実性下の意思決定に関する以下のようなモデルを用いている¹⁸⁾。そこでは何らかの計画 (i) に関して、将来的に、つぎの二つの状態のうちどちらかが必ず生じることが予想されている。すなわち、キャップよりも大きい市場価値を導く場合（状態 1; l_{i1} ）と、反対にキャップよりも小さい市場価値を導く場合（状態 2; l_{i2} ）である。ここで、状態 1 の生じる確率を p とすれば、状態 2 の生じる確率は $1-p$ となる。このとき、所有者は投資の期待値、すなわち、 $p \cdot l_{i1} + (1-p)l_{i2}$ を最大化するような決定を望むという。これに対して、経営者は、ストック・オプションを与えられているときには、状態 2 が生じた場合であっても固定的な報酬部分は保証されていることから、状態 1 の最終的な価値が最大であるような計画を優先するおそれがあるという。このような論理にしたがって、Winter は、「このことは、最小の期待最終価値

を持つ計画が選択されるということを導くおそれがある。オプション・プランによって、両当事者の利害関係が必然的に合致させられるということも決してないのである¹⁹⁾」というのである。

また、このことをリスクの選好という観点から捉えると、状態1の最終価値を最大化する計画を優先するという経営者の態度は、状態2の損失に関するリスクを経営者が負わないことに起因して、あたかも「リスク愛好的」(risikofreudig)な態度をとっているものと評価されるという。このとき、Winter が示したエージェンシー・モデルにおいては——その他多くのエージェンシー・モデルがそうであるように——、経営者は「リスク回避的」(risikoavers)であり、所有者は「リスク中立的」(risikoneutral)であることが仮定されている。このことからして、Winter は、上述のような投資決定が自動的に経営者にとって有利なものとはならず、また、投資家にとって適切ではない投資が優先されてしまうという結果を示すのである²⁰⁾。

以上の①②で見てきたように、Winter は、エージェンシー理論の枠組みの中でストック・オプションを分析することを通じて、それが必ずしも株主と経営者の利害の一致をもたらすような態度を動機づけるわけではない、ということを論理づけているのである。

(2) 動機づけ理論からの適性評価

動機づけ理論の点からストック・オプションの動機づけ効果を評価するに際して、Winter は、主に Vroom の理論を基にした「期待値理論」(Erwartung-Valenz-Theorie)を用いて分析を行っている。その理論では、動機は、期待 E (Erwartung) と数値 V (Valenz) から明らかになるということが仮定されており、ここで動機を M (Motivation) とすれば、 $M=E \times V$ として表されるという。このとき、期待とは、行動がある一定の結果を導くことに関する主観的な確率を意味しており、一方、数値とは、個人についての行動の結果に関する主観的な価値を表しているという²¹⁾。

このような二つの要因がそれぞれ高い場合には、有効に動機づけが行われると考えられているが、Winter は、つぎのような指摘をしている。すなわち、「人々は、動機づけを行ううえでの数値という意味において、オプションにはかなり徹底的に（少なくとも潜在的には）高い価値を帰することができ一方、自己の行動が株式相場の動向を著しく変化させるという期待に関する確率は、むしろ疑わしいと思われるのである。そして、時の経過の中で、いくつかの企業の株式相場に関する高い相関性が示していることは、経営者の業績に内包される企業特有の要因よりも、マクロ経済学的な影響が、多くの場合、相場に強い影響を与えているということである²²⁾」という。要するに、Winter は、ストック・オプションに関しては期待 E が低いものであるということを指摘しているのである。このことから、「ストック・オプションに関する動機づけの効果は、むしろ疑われなければならない²³⁾」とされるのである。

また、Winter は、オプション・プランから得られる報酬が資本市場の業績から明らかになるという点をもって、オプション・プランが個人との関係を示していないということを指摘している。換言すれば、報酬の高さは企業全体の業績だけを反映しているのであるから、ある経営者への報酬は同じ

企業の別の経営者の行動を反映した結果であるかもしれないということである。とすれば、単独の個人との関係だけで、資本市場の業績に影響を与えるということは考えられず、期待値理論の観点からすると、やはり動機づけを限定するものであるという結論が導かれるのである²⁴⁾。

以上のようにして、Winter は、動機づけ理論の観点からも、ストック・オプションの動機づけの効果に関する批判的な論理を展開するのである。

(3) オプション・プランに関するコストからの評価

オプション・プランの「コスト」(Kosten)に関する Winter の主張を見るに当たり、まずは、ここでいうコスト概念を明らかにしておかなければならない。Winter の説明を簡単にまとめれば、それは従来からの株主に対して生じる相対的な財産損失を意味するものであり、たとえば、増資によってオプションを付与した場合に、従来からの株主に直接的に生じることになる資本の水増しによる価値の損失が挙げられるという²⁵⁾。

Winter によれば、ここで問題とされていることは、オプションの場合にはこのようなコストの実際の発生額が、多くの場合に事後的に確定されるということであり、そのためにオプション・プランにかかわる「経済性」(Wirtschaftlichkeit)を事前に評価することができないということである。換言すれば、オプション・プランにかかわる報酬コストは、その報酬を生み出すために必要なものであるのかどうかを事前に判断できないということである²⁶⁾。このように、事前には実際の発生額を確定できないとはいえ、オプションに関する期待コストを算定するモデルは存在する。すなわち、オプションに関する期待コストは、「オプション価値にオプション数を乗じることから生じる²⁷⁾」という。このモデルから適切な期待コストが導き出されるとすれば、オプション・プランの経済性に関する事前的な評価可能性が生じる。しかし、Winter は、このような期待コストの算定に関しても、以下で見るような論理をもって疑問を提示するのである。

Winter の主張において疑問視されるのは、期待コストを算出するための要因の一つである「オプション価値」(Optionswert)である。ここで、Winter は分析の基礎として、つぎのような Smith & Zimmerman の見解をとり上げる。すなわち、「Smith & Zimmerman が示していることは、売買可能なオプションの価値に関する下限が、現在の株式相場と割引かれた新株引受権相場 (Bezugskurs) との差異から明らかになるということである。ここでは、割引きは、有効期間末からオプション付与の日までで成立する²⁸⁾」という。その上で、譲渡可能な (handelbar) ストック・オプションと経営者へのストック・オプション (Manageraktienoptionen) を区別し、経営者へのストック・オプションは、経営者がリスク回避的であることに起因して有効期限前の行使が合理的なものであるとする。ここで Winter は、「しかしながら、期限前の行使はオプションの価値を低くするのである。したがって、オプションの価値は、Smith & Zimmerman が示した最低価値以下に下落する可能性がある²⁹⁾」ということを指摘する。また、Winter によれば、有効期限前に行使されたオプション価値は「ブラック・ショールズ・モデル」(Black-Scholes-Modell) によって導かれた価値よりも低くなると

いう³⁰⁾。このような指摘を通じて Winter が示していることは、「従来のオプション評価モデルが、経営者へのストック・オプションのオプション価値を過大評価している³¹⁾」ということである。

さらに Winter は、そのような過大評価とは反対に、過小評価する場合があることを指摘する。過小評価が生じるのは、上述のモデルでの仮定を否定することによって導かれるという。すなわち、オプションの発行はその基礎となる株式相場の変動に影響しないという仮定が、否定されるのである。それにもなると、刺激効果 (Anreizeffekt) を生まないとされていた経営者へのストック・オプションは、そのような効果を生むものとされる。このとき、従来と同じ方法で算出されたオプション価値は、実質的なオプション価値に比して過小評価されるというのである³²⁾。

以上のような分析を通じて Winter が示したことは、従来のモデルにしたがったオプション価値の評価に関する不確実性である。その評価は、評価モデルにかかわる前提をいかに設定するのかということによって変化するものなのである。換言すれば、「経営者へのストック・オプションに関する価値の信頼しうる調査は、重大で、かつ実務的には今日解決できない問題に結びついている³³⁾」ということである。とすれば、オプション・プランの報酬コストが、事前に確定されることはあり得ない。このとき、オプション・プランにかかわる経済性は、事前には保証し得ないことになる。したがって、株主が必要以上にコストを負担するという可能性は否定できず、株主にとって有利な経済状況を導くとされているストック・オプションの機能に疑問が残るのである。ただし、それにもかかわらずに経済性を保証しようとするならば、つぎのようなことが考えられなくもないということを、Winter は指摘している。すなわち、「株式相場に関して通減的に増大していくような報酬の動向を生じさせるために、行使可能なオプション数を相場の変動に従属させるということであり、あるいは、行使可能なオプションの価値を全体として制限する³⁴⁾」ということである。とはいえ、このような指摘は補足的なものにすぎず、コストに関する考察を通じて全体的に看取できることは、オプション・プランが株主にとって有利なものになるとは限らないという Winter の見解である。

(4) 実態調査からの適性評価

Winter は、実態調査 (empirische Forschung) の点からもオプション・プランに関する分析を行っている。このとき、彼は、「これまで提示されてきている実態調査は、オプション・プランの導入から、正の行動上の修正や正の資本市場の動向を明らかにするものであるかどうかということについて、分析されるべきである³⁵⁾」としている。以下ではこれにしたがって、①行動への影響に関する研究、および②資本市場への影響に関する研究について考察を行うことにする。なお、ここでは、Winter がこれらの研究をいかに分析しているかということを中心的な問題として扱っていることに注意を要する。

①第一に、行動への影響に関する研究について、Winter は三つの研究を取り上げている。すなわち、以下のような Lambert, Lanen & Larcker の研究、および、DeFusco, Zorn & Johnson の研究、Jolls の研究である³⁶⁾。

まず、Lambert, Lanen & Larckerによれば、オプション・プランの導入によって、実質的に支払われた配当が予想モデルに基づいて評価された期待配当に達していないということが示され、さらに、オプションから得られる潜在的所得の大きさと配当の大きさとの間に弱い負の相関が示されたという。つまり、オプションを受け取ることによって、経営者たちが配当を削減する傾向が実証されたのである。そして、配当の支払われている株式に関するオプション価値が、配当の支払われていない株式に関するオプション価値を下回るというオプション価格理論から、このような行動は説明可能であるとされる。

つぎに、DeFusco, Zorn & Johnsonの研究からは、研究開発費（F & E-Aufwendung）の重大な減少と一般管理費の増大が明らかになるという。その上、資産利益率は低下し、配当支払いの増大が示されるのである。Winterによれば、このことは、オプション・プランの導入に関する期待とは矛盾するものであるという。

最後に、Jollsの研究によって示されることは、経営者は高いオプションを保有するために、配当によるよりも自己株式の買戻しによって株主に対する益金の配分（Ausschüttung）を行うということであるとされる。経営者たちは、買戻し行動に際して、配当と同額を支払ったかのように自らの待遇を改善するというのである。

これら三つの実態調査を取り上げたWinterの意図は、「行動への影響に対する経験的に確実な命題は、いまだに何も得られていない³⁷⁾」ことを示すことである。たとえば、配当に関する点を比べてみれば、上記の諸研究はそれぞれ異なる結果を示していることがわかる。このように、オプション・プランの導入という出発点からもたらされる結果の多様性をもって、行動への影響に関する不明確性を示しているのである。ただし、Winterは、このような諸結果から一つの見解が示しうることを指摘している。すなわち、「オプション・プランの導入が、自動的にそれぞれの望ましくない行動を除去しないということ³⁸⁾」である。たしかに、これらの研究からは、配当の削減や費用の増大など、株主の利益に一致しないと思われる行動が示されているのである。要するに、Winterは、行動への正の影響が見られるとは限らないことを示そうとしているのである。

②第二に、資本市場への影響に関する研究については、以下に示すようなMassonの研究、および、Brickley, Bhagat & Leaseの研究、DeFusco, Johnson & Zornの研究、Yermackの研究、Chauvin & Shenoyの研究の五つを取り上げて、Winterは分析を行っている³⁹⁾。

まず、Massonの研究は、特にオプション・プランに焦点を当てて行われたものというわけではないが、資本市場を基礎とするあらゆる報酬制度に関するものであることから、オプション・プランに関しても妥当する部分があるものとして取り上げられている。そこでは、資本市場の利回りとの関連から、報酬の組み合わせと企業成果との関係について明確化されているという。具体的には、経営者報酬が資本市場に依存している度合いが高ければ、資本市場の利回りが高くなるという徴候が見られるというものである。ただし、そのような徴候はあまり大きなものではないとされている。

つぎに、Brickley, Bhagat & Leaseは、長期的な報酬計画に関して、株主財産への影響を考慮に入

れて研究しているという。ここでも、オプション・プラン以外の報酬プランに関する研究が行われているが、それらを含めた全てのプランは、その公表に際して平均的に正の資本市場の反応を導くことが明らかにされる。ただし、オプション・プランに対する市場の反応は、他のプランと比してわずかなものであるとされる。このことは、オプション・プラン以外のプランによって、適切な刺激が与えられる可能性を示すものであるという。

そして、DeFusco, Johnson & Zorn の研究からは、他人資本と自己資本の利回り、および利回りの分散の動向に対するオプション・プラン導入の影響が明らかにされるという。彼らによれば、オプション・プランの導入決議から証券取引委員会に申告される日までの間に平均的には4%の過大利回りが示されるが、他人資本については負の市場の反応が実証されるという。しかし、注意すべきこととして、研究の対象となった企業の中には、過大利回りではなく過小利回りに見舞われる企業があるということが示されているのである。

さらに、Yermack によれば、オプション・プランの開始後50日には2.5~3%の過大利回りが発見されるという。しかし、プランが表明される以前のかかなり早い時期にも正の市場の反応が見られており、このことはオプション・プランの導入には根拠づけられないこととされる。この点に関して、Yermack は、経営陣が報酬の種類とタイミングを有利なものとするように影響を与えているためであると解しているという。

最後に、Chauvin & Shenoy が研究したのは、新株引受権付与日における資本市場の反応であるという。それによれば、オプション・プラン開始前10日間には重大な過小利回りが見られ、その開始後10日間には重大ではない過大利回りが見られるとされる。このことに関する Chauvin & Shenoy の解釈は、それが経営陣による意図的な情報操作によってもたらされた結果であるという。このような操作によって、経営陣は、業績の増大を生み出すことなくして財産の増加を獲得すると理解されているのである。

以上のような五つの研究を見ることによって、Winter はオプション・プランの導入が資本市場に与える影響はわずかなものであると考え、「オプション・プランが優れた方法で最高の業績を引き起こすものであるということは、決して仮定されえない⁴⁰⁾」としている。さらには、「正の資本市場の反応は、別の方法でも同様に生じうる動機づけ効果によって説明されうるものであるということに注意すべきである⁴¹⁾」として、ストック・オプションが動機づけ効果の面で優れているという考えに疑問を呈するのである。また、ストック・オプション・プランの導入から僅かながらも正の市場反応が見られることを説明するうえで、Winter は「シグナリング効果⁴²⁾」(Signallingeffekt) を重要なものであると考える。つまり、経営者が将来的な業績の向上を信じているということがオプション・プランの導入によって明らかにされ、そのことが正の資本市場の反応を導いていると考えるのである。このようなことに基づいて、ここで Winter が示そうとしたことは、ストック・オプション・プランの導入と正の資本市場の反応との間には、実態調査からも明確な関係が示されないということである。

これまで見てきた①②を通じて Winter が示したことは、実態調査を通じては正の行動上の修正や

正の資本市場の動向を明らかにしえないということである。彼は、このようなことを示すことによって、実証的な観点からもオプション・プランの動機づけの効果に対する疑問を提示していると考えられるのである。

(5) ストック・オプションの動機づけ効果に関する Winter の検討の意味

Winter がストック・オプションの動機づけ効果について検討する際に持ち出した四つの諸点は、それぞれ別の論理をたてて多面的な検討を加えることで、ある一つの見解を明確に示すためのものであるといえる。すなわち、オプション・プランの存在と企業の成果との間における正の相関関係の存在には疑わしい点があり、そのためにストック・オプションの動機づけ効果に関しても問題があるという見解を示すためである。このとき、Winter がそのような見解を示したことの意味は、動機づけ効果を否定すること自体ではなく、また、そのことを通じてストック・オプションの導入を否定することでもないと考えられる。むしろ、動機づけ効果に関する検討は、次章で見ていくようなストック・オプションの税法上および会計技法上の利点を主張するうえで、必要とされたものであると考えられるのである。換言すれば、ストック・オプションの動機づけ効果に対して批判を加えた意味は、それに関する理論的視点の研究自体が不必要であることを示すためではなく、そのような視点からの研究のみでは不十分であることを示すためであると考えられるのである。この点については、次章以下の考察によってさらに明らかにしていく。

Ⅲ ストック・オプション・プランの利点に関する検討

——Winter の所説に基づいて——

ストック・オプションの動機づけ効果を疑問視したうえで、Winter は、ストック・オプションが普及している理由を別の利点に求めようとする。このとき、彼はストック・オプションがもっとも普及している国であるアメリカに焦点を当てる。そして、アメリカでのストック・オプション・プラン拡張を説明するものが、「税法上の利点」(steuerrechtliche Vorteile)と「会計技法上の利点」(bilanztechnische Vorteile)であるとしているのである。そこで、以下では Winter の所説にしたがって、それぞれの利点について見ることにする。

(1) 税法上の利点に関する検討

Winter は、「オプション・プランからの収入が代替的な報酬形態よりも少なく課税される場合、そのプランに関しては重要な利点があるといえる⁴³⁾」とし、このような利点について時系列を用いて分析している。そこでは、以下で見ていくように、ストック・オプションにかかわる税法上の変化とストック・オプションを採用している企業数の変化について、それらに関連させる形式で検討を加えているのである⁴⁴⁾。

1950年より前には、ニューヨーク証券取引所における1200社のうち20の企業がオプション・プラ

ンを採用しているにすぎず、また、Fortune 100の企業のうちでは6社がそれを採用しているだけであったという。このときには、ストック・オプションに関する特定の税法上の構造が作り出されてはいなかったという。しかし、1950年になるといわゆる「制限ストック・オプション」(restricted stock option)の法的構造が作り出された⁴⁵⁾。これによって、必要な条件を満たせば、ストック・オプションに関して税制上の優遇措置が受けられるようになった。このような規定の導入後、ストック・オプションの採用企業は、1953年までの間にFortune 100の企業について39社にまで増加したという(なお、以下で見えていく企業数はFortune 100社中に占めるストック・オプション採用企業数である)。さらに、制限ストック・オプションに関する改正が行われた1954年以降1962年までの間に、そこに41の企業が加わったという。

その後、1962年に、制限ストック・オプションは、いわゆる「適格ストック・オプション」(qualified stock option)に代替された⁴⁶⁾。適格ストック・オプションに関する税法上の利点は、制限ストック・オプションに比較して小さなものになったという。とはいえ、現金報酬などとの比較においては、税法上の利点が存在していることには変わりがなく、1963年から1969年までの間に7社の企業がこのプランを採用したという。ところが、1969年に制定された「税制改正法」(Tax Reform Act)によって、オプション・プランに関する税法上の利点はもっとも著しく下落したとされる⁴⁷⁾。このような法の制定後、ストック・オプションを新たに導入した企業は僅かに1社にしかすぎないというのである。ここまでの時系列の分析をもって、Winterは、「ストック・オプション・プランの導入と税法の立法との1950年から1969年にかけてのこのような密接な関係は、当該プランにかかわる租税上の動機づけを明らかに指摘するものである⁴⁸⁾」と主張するのである。

ところで、これまで税法上の利点という場合、それは主としてストック・オプションの受取人に関する利点を指していた。言い換えれば、ストック・オプションから得たキャピタル・ゲインに対する税率が、その他の所得に対する所得税率よりも低いということである。このような利点が受けられるのは法定の条件を満たした場合であり、このときに、企業はストック・オプションにかかわる費用を計上することはできないという。しかし、オプション・プランが法定の条件を満たさない場合、すなわち、「非適格ストック・オプション」(nonqualified stock option)である場合には、それとは逆の効果があるという。この場合、受取人に関しては通常の所得税率にしたがった高い課税がなされるが、企業はオプション・プラン行使から生じた受取人の所得分について、それを費用として記帳できるのである。このときに、法人税の低減が導かれることになる。このことをまとめれば、適格ストック・オプションの場合にはその受取人に税法上の利点があり、非適格ストック・オプションの場合には企業に税法上の利点があるということである。

そのことを踏まえたうえで、Winterは1969年以降の推移を追っている。1969年には70%であった通常の所得税の最大限界税率は、1972年には50%にまで低下した。このことによって、キャピタル・ゲインに対する課税は、通常の所得に対する課税と比して、相対的にその利点が低下したことになる。したがって、適格ストック・オプションを利用することに関する利点はあまり大きなものではな

くなったのである。それとは反対に、非適格ストック・オプションを利用すれば、企業は税負担を軽減することができる。このとき、受取人と企業を併せて全体的に捉えれば、適格ストック・オプションから非適格ストック・オプションへと移行することによって、受取人への課税上の不利は企業の課税に関する有利によって埋め合わされることになるという。そのことに関して企業数の変化を見れば、1968年には86の企業が適格ストック・オプションのみを利用していたが、1972年までにはそのうち64の企業が非適格ストック・オプションを伴うプランへと移行していたというのである。このことから Winter は、「このような観察は、オプション・プランが第一に税の最適化の考慮にしたがうものである、という仮説と終始一貫したものである⁴⁹⁾」という見解を明示するのである。

さらに Winter は、1993年の「歳入調和化法」(Revenue Reconciliation Act) を取り上げて、ストック・オプションとの関連について述べている。この法は、特定の経営陣に対する報酬の支払いに関して、百万ドルを超える部分については、税法上企業の費用とは認めないというものである。しかし、一定の基準を満たした「業績基準報酬」(performance-based compensation) についてはその限りではないとされる⁵⁰⁾。このとき、ストック・オプションがその基準を満たす場合には、百万ドルを超える報酬部分についても税法上の費用としての控除可能性が認められるというのである。ただし、Winter はこの法と企業数の変化との関連については明確化していないという点については、注意を要する。

このような時系列の分析を通じて、Winter はつぎのような結論を導き出すのである。すなわち、「まとめれば、オプション・プランの数の動向とその形成は、税法上の考慮に非常に強く依存していると思われる。もしそのプランが、それとは反対に、主として動機づけ目的に役立つものであるとするならば、時の経過の中でのオプション・プランの数は一様に推移しなければならない、かつ、税法上の評価に依存することなく推移しなければならないであろう。いずれにしても、このことから、専ら税法上の動機だけがオプション・プランのデザインを決定するということは結論づけられないのである⁵¹⁾」という。ここで注意すべき点は、税法上の利点がオプション・プランの導入に影響を与えるということに関しては有意な結果が得られているものの、そのことをもって、直ちに動機づけ目的を否定することはできないということである。Winter は、前章で見たように動機づけ効果には問題があるとしても、全面的にそれを否定しているわけではないのである。むしろ、ここで見てきたような税法上の利点の対立軸として、動機づけ効果に疑問を呈したと考えられるのである。

(2) 会計技法上の利点に関する検討

ストック・オプション・プランの会計技法上の利点に関しては、それが「当該プランの導入に際した、企業での簿記における成果中立的な取り扱いにある⁵²⁾」という点を Winter は指摘する。別の言い方をすれば、オプション・プランの導入時点では、何の費用計上もされないということである。これによって、企業はその成果に影響を与えることなく潜在的な報酬の提供が可能となるのである。Winter によれば、「特にこのことは、流動性が良好ではなく、小さく、資本の少ない企業にとって重

大な利点となる。というのも、そのような企業は、一方では有能な経営陣に対して魅力ある（潜在的な）報酬を提供でき、他方では流動性を保護し、場合によっては債務超過を阻止するからである⁵³⁾」という。

しかし Winter は、当初に費用計上がなされないことから、費用に関する考慮が欠乏するという危険性を指摘しており、このことは報酬コストが明確化されないことであるとされ、結果的に資本の水増しによって株主が機会損失を被るということに結びつくと考えているのである⁵⁴⁾。換言すれば、従来からの株主の犠牲に関する配慮が欠ける可能性があるということである。そうであるとするならば、オプション・プランが、株主の立場からして濫用される危険性があるということになり、Winter はこの点を危惧しているのである⁵⁵⁾。

ところで、Winter は、会計技法上のもう一つ別の利点を認めている。すなわち、「オプションは、貸借対照表における利益表示が僅かであるということから潜在的な費用が高くなる場合についても、利点をもたらすのである⁵⁶⁾」という。ここでいう「貸借対照表における利益表示が僅かであるということから潜在的な費用が高くなる場合」とは、報告利益が小さいときには、報告利益が大きいときと比べて、債権者たちがその企業との契約上でより高い利子を要求するということを意味している。このように想定された場合、「企業が、その報酬政策とオプション・プランのデザインを、低い利益という潜在的な財務報告費用（Bilanzierungskosten）に関して調整する⁵⁷⁾」ということに利点があるとされる。換言すれば、オプション・プランが他の報酬とは異なる成果中立的な取扱いを受けることに起因して、その導入が報告利益を小さくするということがないために、潜在的な費用を高めない目的で利用可能であるということ、Winter は指摘しているのである。

(3) ストック・オプションの利点に関する Winter の検討の意味

これまで見てきたように、Winter はアメリカにおけるストック・オプション・プランの利点として、税法上の利点と会計技法上の利点を挙げている。そして、アメリカにおけるオプション・プラン普及の理由を、それらの利点の中に求めているのである。Winter はこのような検討を加えることによって、ストック・オプションの利点を強調し、その導入を促進することを主張しているとは考えられない。そのようなことを主張するならば、動機づけ効果の有効性を唱えることによって可能であったはずである。むしろこのような利点を検証することによって、彼は、「アメリカにおける経験的調査に基づいて推測できるようなオプション・プランの操作は、ドイツにおいてもそのような企てが行われる可能性があるということを危惧させるのである⁵⁸⁾」としているのである。言い換えれば、ストック・オプションが有する税法上・会計技法上の機能に関する考慮の欠如によって、ドイツにおいてそれが濫用される危険性を示唆しているのである。Winter の分析にしたがえば、このような点については、従来のような動機づけ効果の有効性のみ集約されるストック・オプションの議論からは見いだすことができないことである。彼は、このことから、動機づけ効果に集中的な議論から視点を転換することの必要性、すなわち、それとは別の——税法上・会計技法上の——視点から検討する

ことの必要性を提示しているものと考えられる。この点に、Winter がストック・オプション・プランに関する利点を検討した意味があるものと考えられるのである。

Ⅳ Winter によるストック・オプション・プラン検討の意義

——会計研究上の多様な視点の必要性——

本章においては、これまで見てきた Winter の所説をまとめることで、その会計研究上の意義を考えていくことにする。簡単に述べれば、Winter の所説は、ストック・オプションの会計研究上で多様な視点を持つ必要性を指摘するものとして、その意義を認められると考えられるのである。

まず Winter は、ストック・オプション導入の際にもっとも基本的な理由として示されてきた動機づけ効果について、つぎの四つの諸点から検証した。すなわち、エージェンシー理論、および、動機づけ理論、オプション・プランに関するコスト、実態調査の諸点である。これら四つの諸点からは、それぞれ別の論理に基づいて、ストック・オプションの動機づけ効果に関しては問題があるということが示される。このような Winter の批判は、ストック・オプションを理論的視点から検証した結果として生じたものであるといえる。なぜなら、上記四つの諸点は、理論的に構築されたある一定のモデルに基づいて、あるいはそのモデルの適切性を証明（または反証）するためになされた研究に基づいて検証されたものだからである。具体的にいえば、エージェンシー理論については経営者の期待効用関数を基に分析を行い、動機づけ理論では期待値理論にしたがって分析がなされた。また、オプション・プランに関するコストの評価については、期待コストに関するモデルとそのモデルの要素であるオプション価値の評価に関するモデルを取り上げて、分析が行われた。さらに、実態調査からの検証では、オプションが経営者の行動ならびに資本市場に与える影響について行われた様々な研究に基づいて、それらがオプションの動機づけ効果に関する理論を証明するものであるか否かが分析された。このように、Winter は、従来から用いられてきたある一定のモデルの枠組みを取り上げ、その中で検証を行うことによって、そのような枠組みを用いるだけではストック・オプションに関する研究が不十分であることを指摘したのである。

そのような理解のうえに立つことで、Winter は、ストック・オプションがアメリカで普及した理由を、動機づけ以外の利点に求めたのである。すなわち、税法上の利点と、会計技法上の利点である。そこでは、税法上の規定の変化とストック・オプション・プランを導入している企業数の変化とを時系列分析することによって、オプション・プランを税法から切り離して考えるべきではないことが示された。また、オプション・プランの導入時には、それが会計上成果中立的に取り扱われることをもって、流動性の良好ではない小規模な企業にとって利点となることや、報告利益を小さくしないことから潜在的な財務報告費用を高めないという利点があることを示した。このことによって、Winter は、ストック・オプションの研究に際して税法と会計技法に関する考慮が必要であることを示唆しているのである。また、ドイツにおいてこれらの利点に対する考慮が欠けることでストック・オプションが濫用される危険性を示したのは、このような利点を考慮する必要性を強調するためであると

考えられるのである。このようなことから、ストック・オプションに関する研究をする場合に、動機づけに関する理論的な視点からばかりではなく、税法や会計技法にかかわる別の視点から研究することの必要性を読みとることができるのである。

さて、本稿のはじめに述べたように、管理会計研究上でストック・オプションを取り扱う場合には、それを主に動機づけに関する理論的視点と報酬計画上の技術的視点とから分析することがほとんどであるということを指摘した。しかし、Winter の主張を通じて、ストック・オプションは従来の視点だけでは見ることができない重要な側面を有していることがわかる。このとき、Winter が指摘するような視点を補足するだけで十分であるか否かは検討の余地があるものの、少なくともそのような側面を分析する視点を持たないことは、ストック・オプションの全体像が見られないことを意味する。全体像が見られないとすれば、ストック・オプションという制度が果たす本来的な機能を検討するうえで、ある視点からの分析をその議論の中に位置づけることができず、結果としてその本来的な機能を看過する可能性がある。したがって、より多様な視点をもって、ストック・オプションを研究していく必要があるといえる。そして、そのような多様な視点に関連づけることによって、ストック・オプションという制度の全体像が立ち現れてくると考えられるのである。

以上のように、Winter の所説からは、ストック・オプション・プランに関する会計研究上での基本的なスタンスとして、それを理論的視点および技術的視点からばかりではなく、より多様な視点を持つことの必要性を看取できるのである。この点に、Winter のストック・オプション・プラン検討に関する会計研究上の意義を認められるのである。

このような意義を認識することは、ストック・オプション・プランに関する会計研究を行ううえで、その基盤を形成することにつながると考えられる。そのようなことから、本稿は、ストック・オプション・プランの会計研究における基礎的段階として位置づけられるものである。

注

- 1) Atkinson, Anthony A., Rajiv D. Banker, Robert S. Kaplan and S. Mark Young, "Ch. 14; Compensation Issues", in *Management Accounting (Second Edition)*, Prentice-Hall, 1997, p. 667.
- 2) 動機づけ理論と報酬問題との関係については、つぎの論文において端的にまとめられている。
Atkinson, et. al., *Ibid.*, pp. 648-650.
- 3) エージェンシー理論と報酬ならびに会計との関係については、以下の諸文献に詳しい。
Ashton, David, "Agency theory nad contracts of employment," in *issues in MANAGEMENT ACCOUNTING*, ed. by Ashton, David, Trevor Hopper and Robert W. Scapens, Prentice Hall, 1991, pp. 106-125.
Baiman, Stanley, "AGENCY RESEARCH IN MANAGERIAL ACCOUNTING: A SECOND LOOK," in *Management Accounting Volume I: Planning*, ed. by Wilson, Richard M. S., Ashgate Dartmouth, 1997, pp. 407-437. (なお、この論文の初出は、Accounting, Organizations and Society, Vol. 15, No. 4, pp. 341-471, 1990. である)
- 4) ここでいう契約とは、経済学的な意味での契約である。すなわち、「各人が選択できる行動の範囲、当事者間の支払額、将来必要になった場合に用いる意志決定ルールや手続き、それぞれが他者から期待できる行動など」の内容を含んだ当事者間における、「合意事項」のことであり、それは「法的にそう認められるか否かに

かかわらず契約と呼ばれる」のである。「」内は、ポール・ミルグロム、ジョン・ロバーツ著、奥野正寛、伊藤秀史、今井晴雄、西村理、八木甫訳、『組織の経済学』、NTT 出版、1997、p. 135. による)

- 5) Atkinson, et. al., *op. cit.*, p. 669.

ただし、ストック・オプションの場合には、業績測定の基準とされるのが株価であり、企業の外部である（あるいは企業を包括する）市場において決定される尺度であることから、業績尺度の設計・決定に対する管理会計担当者の関わりは疑問が残る。Atkinson たちも、その他多くの株式関連のインセンティブ報酬プランは、「管理会計における問題の範囲をこえる」(Atkinson, et. al., *op. cit.*, p. 669.) ものとしている。このようにストック・オプションとそれ以外のものを分別している点については、十分な考察がなされる必要があると考えられるが、紙幅の関係上別の機会に考察を試みたい。なお、ここでは、ストック・オプションが、本文中で引用されたような論理をもって管理会計と関係づけられているということ、それ自体を重視している。

- 6) ここで「多様な視点」という場合、たとえばコンツェルンとの関係やオプションの評価などに関する視点も想定される。しかし、本稿では Winter の所説にしたがって、特に税法および会計技法に関する視点を取り上げるものとする。
- 7) Winter, Stefan, Zur Eignung von Aktienoptionsplänen als Motivationsinstrument für Manager, in: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (ZfbF)*, Heft 12, Dezember, 1998, S. 1120–1142.
- 8) Ebd., S. 1122.
- 9) Ebd., S. 1122.
- 10) Ebd., S. 1122–1126, 1139–1141.

その数学的モデルでは、ある契約に関する経営者の期待全体効用 (erwarteter Gesamtnutzen) が問題とされており、それを基にして分析がなされている。ここでは、その分析から導き出された結果を重視するものであるから、つぎのような経営者の期待全体効用に関する式を提示するにとどめ、その詳細な内容については、Winter の論文を参照されたい。

$$E(V) = 1 - \text{Exp}\{-r\alpha\} \cdot [\text{Exp}\{-r(\beta(e - \bar{m}) - 0.5r\beta^2\sigma^2)\} \cdot [1 - \Phi((\bar{m} - e)/\sigma + r\beta\sigma)] + \Phi((\bar{m} - e)/\sigma)] - C(e)$$

- 11) Ebd., S. 1123–1124.

なお、引用文中の LEN モデルとは、Linear Exponential Normal Modell (線形指数正規モデル) のことである。

- 12) Ebd., S. 1125.
- 13) Ebd., S. 1125.
- 14) Ebd., S. 1125.
- 15) Ebd., S. 1125.
- 16) Ebd., S. 1125–1126.

なお、統計学において、平均値からの隔たりを意味する概念である分散はリスクの大きさを表すものであるとされることから、分散とリスクが同義のものとして捉えられるのである。

- 17) Ebd., S. 1126.
- 18) Ebd., S. 1126–1128.
- 19) Ebd., S. 1127.
- 20) Ebd., S. 1127–1128.
- 21) Ebd., S. 1128.
- 22) Ebd., S. 1128–1129.
- 23) Ebd., S. 1129.
- 24) Ebd., S. 1129.

25) Ebd., S. 1129-1130.

26) Ebd., S. 1129.

27) Ebd., S. 1130.

28) Ebd., S. 1130.

なお、Smith & Zimmerman の文献は、つぎのものである。Smith, Clifford W. and Jerold L. Zimmerman, "Valueing employee stock option plans using option pricing models," *Journal of Accounting Research*, Vol. 14, 1976, pp. 357-364.

29) Winter, Stefan, a.a.O., S. 1130.

30) Ebd., S. 1130.

31) Ebd., S. 1131.

32) Ebd., S. 1131.

33) Ebd., S. 1131.

34) Ebd., S. 1131.

35) Ebd., S. 1131.

36) Ebd., S. 1132.

三つの研究について、詳しくは以下の文献を参照のこと。Lambert, Richard A., William N. Lanen and David F. Larcker, "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 24, 1989, pp. 409-425. および、DeFusco, Richard A., Thomas S. Zorn and Robert R. Johnson, "The Association between Executive Stock Option Plan Changes and Managerial Decision Making," *Financial Management*, Vol. 20, No. 1, 1991, pp. 45-68. ならびに、Jolls, Christine, "The Role of Incentive Compensation in Explaining the Stock-Repurchase Puzzle," Discussion Paper, Harvard Law School, 1996. (なお、Jolls の Discussion Paper に関しては入手できなかったために、筆者は未見である)

37) Winter, Stefan, a.a.O., S. 1132.

38) Ebd., S. 1132.

39) Ebd., S. 1133-1134.

五つの研究それぞれについて、詳しくは以下の文献を参照のこと。Masson, Robert Tempest, "Executive Motivations, Earnings, and Consequent Equity Performance," *Journal of Political Economy*, Vol. 79, 1971, pp. 1278-1292./Brickley, James A., Sanjai Bhagat and Ronald C. Lease, "The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, 1985, p. 115-129./DeFusco, Richard A., Robert R. Johnson and Thomas S. Zorn, "The Effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders," *Journal of Finance*, Vol. 45, 1990, pp. 617-627./Yermack, David, "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements," *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997, pp. 449-476./Chauvin, Keiht W. and Catherine Shenoy, "Stock Price Decreases Prior to Executive Stock-Option Grants," Working Paper, University of Kansas, 1996. (なお、Chauvin & Shenoy の Working Paper に関しては入手できなかったために、筆者は未見である)

40) Winter, Stefan, a.a.O., S. 1134.

41) Ebd., S. 1134.

42) Ebd., S. 1134.

シグナリングとは、つぎのように説明される。「本人の意向、能力もしくはその他の特徴を他人に証明するように行動すること。ただし、本人の意向などに関しては、本人だけが私的かつ立証不可能な情報としてしか持ち合わせていない。したがって、例えば数週間に及ぶ無報酬な訓練を必要とするような仕事に就こうとする労働者は、長期間その仕事に従事する意向があることのシグナル（合図）になっている。」(ポール・ミルグロム、ジョン・ロバーツ著、奥野正寛他訳、前掲書、p. 669.)

43) Ebd., S. 1135.

- 44) Ebd., S. 1135-1137.
- 45) 制限ストック・オプションといわれる所以は、課税上の優遇措置を受けるためにはオプションの交付や行使条件などに一定の制約条件が定められるためである。この制度の詳しい内容については、菅野康雄著、『経営者報酬制度』、千倉書房、1982, pp. 16-51. を参照のこと。
- 46) 適格ストック・オプションの内容に関しては、菅野康雄著、前掲書、pp. 51-67. に詳しい。
- 47) 税制改正法の内容に関しては、菅野康雄著、前掲書、pp. 67-78. を参照のこと。
- 48) Winter, Stefan, a.a.O., S. 1136.
- 49) Ebd., S. 1136.
- 50) 業績基準報酬として認められるためには、以下の四つの基準を満たす必要がある。
- 「・報酬は、明確に、客観的な成果目標に向けられていなければならない、その任意の評価は、いかなるものも企業の側からは定められていないのである。
- ・成果目標は報酬委員会によって決定されなければならない、その委員会は専ら外部取締役によって構成され、かつ少なくとも二人からなるものである。
 - ・報酬契約の主要な規定は株主に対して公表され、かつ契約が承認されなければならない。
 - ・目標の達成は報酬委員会によって確かめられなければならないが、ただし、報酬が、オプションあるいはいくつかの別の資本市場基準の報酬形態から明らかにならない場合に限る。」(Ebd., S. 1137.)
- 51) Ebd., S. 1137.
- 52) Ebd., S. 1137.
- 53) Ebd., S. 1137.
- 54) Ebd., S. 1138.
- 55) Ebd., S. 1139.
- 56) Ebd., S. 1138.
- 57) Ebd., S. 1138.
- 58) Ebd., S. 1139.